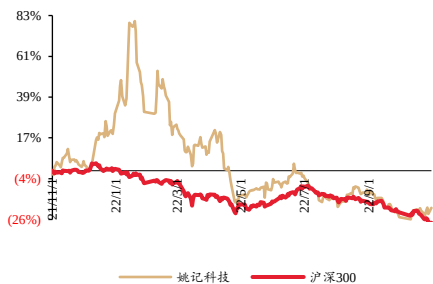


股票投资评级

谨慎推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	13.30
总股本/流通(百万股)	406/328
总市值/流通(百万元)	5,203/4,195
12 个月最高/最低(元)	31.80/12.26

研究所

分析师：王晓萱
SAC 登记编号：S1340522080005
Email: wangxiaoxuan@cnpsec.com

姚记科技 (002605.SZ) :

Q3 利润回归正增长，关注主业修复与球星卡业务进展

● 事件：

公司近日发布 2022 年三季度报告。Q3 单季度公司实现营业收入 9.15 亿元，同比下降 0.7%；归母净利润 1.02 亿元，同比增长 8.8%；扣非后归母净利润 0.99 亿元，同比增长 9.5%。

● 点评：

业绩处于修复期，Q3 单季度归母净利润同、环比上涨。3Q22 公司实现营业收入 9.15 亿元(同比-0.7%)，跌幅相比二季度(同比-12.0%)有所收窄；营业成本同比下降 4.7%至 5.55 亿元，毛利率提升至 39.3% (同比+2.55pct)；三季度归母净利润同比增加 8.8%至 1.02 亿元，相比 Q2 归母净利润 0.99 亿元环比上涨。综合来看，当前公司业绩处于修复期。我们认为公司前三季度业绩下滑主要系以下原因：1) 受宏观经济下行及新游戏集中买量、研发投入增大影响，移动游戏成本回收周期拉长、用户消费需求下滑；2) 互联网创新营销业务方面，公司收入以互联网公司的效果广告为主，投放需求受宏观经济影响较大。随着储备游戏产品上线及疫后需求修复，公司主业有望迎来回暖。

扑克牌业务挺挺，拟发行可转债支撑产量扩容。公司 21 年底公告显示，拟募集资金（不超过人民币 82,312.73 万元）通过旗下子公司安徽姚记扑克实业有限公司在安徽省滁州市全椒县投资建设项目，形成各类扑克产品合计 6 亿副/年的生产能力。2018 年-2020 年，公司扑克牌销量分别为 5.9 亿副、7.1 亿副和 8.1 亿副，CAGR 约为 17%。预计随着产量进一步扩容，公司将继续巩固扑克牌领域的领先优势和市场竞争能力，进一步提升公司营收和盈利能力。

战略投资发行商 DAKA 和交易平台 Card Hobby，一二二级市场联动打通球星卡产业链闭环。发行端，目前公司体育 IP 储备丰富，顶级俱乐部独家授权为公司构筑坚实壁垒；平台端，公司持有中国最大的二级交易平台卡淘 38%股份，卡淘 21 年 GMV 超过 6 亿，同比增长超 300%，月 GMV 最高破 5000 万元。我们认为，凭借卡牌生产技术迁移优势和在球星卡一二级市场的先发优势，公司已打通从 IP 获取、产品设计、渠道分发、平台交易到专业化社群运营的完整闭环，未来有望实现销售量、二级交易量的进一步增长，打开公司增长新局面。

● 盈利预测

我们预计 2022/2023/2024 年公司营业收入为 38.21/44.67/52.30 亿元，归母净利润为 3.91/4.93/6.24 亿元，对应 EPS 为 0.96/1.21/1.54 元，根据 10 月 31 日收盘价，分别对应 14/11/9 倍 PE。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3807.25	3820.93	4466.93	5229.93
增长率 (%)	48.61	0.36	16.91	17.08
归母净利润	573.69	391.25	493.08	624.01
增长率 (%)	-47.53	-31.80	26.03	26.55
EPS (元/股)	1.41	0.96	1.21	1.54
市盈率 (P/E)	16.10	13.82	10.96	8.66

资料来源：iFind，中邮证券研究所

● 风险提示

互联网产品生命衰退的风险；新游表现不及预期的风险；可转债不能如期发行风险；体育收藏品行业表现不及预期风险；行业政策变动的风险。

财务预测

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	659	582	646	1169	1779	营业收入	2562	3807	3821	4467	5230
应收和预付款项	315	416	419	489	572	营业成本	1096	2258	2327	2703	3144
存货	271	318	451	452	568	营业税金及附加	32	16	16	19	22
其他流动资产	55	35	40	40	40	销售费用	481	523	573	648	732
流动资产合计	1300	1351	1556	2151	2959	管理费用	150	212	229	259	293
长期股权投资	29	22	92	92	92	财务费用	36	27	22	24	24
投资性房地产	56	53	51	49	46	资产减值损失	1	6	0	0	0
固定资产	335	390	359	313	268	投资收益	494	8	-8	10	11
在建工程	47	34	41	41	41	公允价值变动	100	9	0	0	0
无形资产开发支出	74	71	89	85	82	营业利润	1313	632	413	566	734
商誉	1247	1247	1247	1247	1247	其他非经营损益	-6	-3	-2	0	0
其他非流动资产	799	812	799	779	765	利润总额	1307	629	411	566	734
资产总计	3886	3979	4234	4757	5501	所得税	173	62	74	79	117
短期借款	474	408	544	544	544	净利润	1134	567	337	488	617
应付和预收款项	457	434	448	520	605	少数股东损益	41	-6	-54	-5	-7
长期借款	215	55	0	0	0	归母股东净利润	1093	574	391	493	624
其他负债	625	628	451	415	457						
负债合计	1772	1525	1443	1479	1606	预测指标					
股本	402	404	404	404	404		2020	2021	2022E	2023E	2024E
资本公积	22	37	37	37	37	毛利率	57.2%	40.7	39.1%	39.5%	39.9%
留存收益	1649	2022	2414	2907	3531	销售净利率	42.7%	15.1	10.2%	11.0%	11.9%
归母公司股东权益	2060	2448	2839	3332	3956	销售收入增长率	47.5%	48.6	0.4%	16.9%	17.1%
少数股东权益	54	6	-48	-54	-61	EBIT 增长率	20.6%	-13%	-29.6%	31.1%	29.6%
股东权益合计	2114	2454	2791	3278	3895	净利润增长率	217.1	-48%	-31.8%	26.0%	26.6%
负债和股东权益	3886	3979	4234	4757	5501	ROE	53.1%	23.4	13.8%	14.8%	15.8%
						ROA	28.1%	14.4	9.2%	10.4%	11.3%
						ROIC	20.3%	16.3	9.7%	11.9%	13.0%
现金流量表(百万)						EPS(X)	2.69	1.41	0.96	1.21	1.54
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	PE(X)	9.12	16.1	13.82	10.96	8.66
经营性现金流	526	541	314	608	621	PB(X)	4.84	3.77	1.90	1.62	1.37
投资性现金流	-32	-128	-129	10	12	PS(X)	2.11	1.42	1.41	1.21	1.03
融资性现金流	-347	-463	-121	-95	-24	EV/EBITDA(X)	13.77	14.4	11.25	7.91	5.51
现金增加额	140	-53	64	523	610						

资料来源：iFind，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。